

(財)国際通貨研究所  
経済調査部長・チーフエコノミスト  
竹中 正治

## 貯蓄に目覚めるアメリカ人 vs.投資に目覚める日本人？ 「アリはギリギリスに勝てるか？」：掲載タイトル

### ギリギリス経済の行き詰まり？

金融危機、不況の議論で満ち溢れているが、危機や不況は市場経済ではマクロ的な不均衡を調整するプロセスでもある。米国経済の問題はその「過剰消費体質（＝過少貯蓄）」にあるという批判は、今や常套句になった感がある。イソップ物語のアリとギリギリスの話が脳裏に浮かび、私達日本人は自らをアリのイメージに重ね、アメリカ人をギリギリスに見たてる。「過剰消費体質のギリギリス経済が行き詰まった」という喩えは、私自身もかつて一般向けの書き物で使ったことがあるが、アリ型日本人の道義的な感性にもマッチするので受入れられやすい。

もっとも米国の家計貯蓄の趨勢的な低下（一時マイナスになった）は長期には持続不可能であり、遅かれ早かれ調整局面が到来せざるを得ないという見解はずいぶん以前から経済学者やエコノミストの間では繰り返されてきた。意見の分かれた点はその調整がハードランディング的なものになるか、ソフトランディング可能かにあった。結局、米国の住宅バブル崩壊が契機になり、ハードランディング的調整過程が進んでいる。その結果、何がもたらされるのか考えてみよう。

まず米国家計の貯蓄率低下の原因を確認しておこう。2000年代の趨勢的な家計貯蓄の低下の要因として住宅資産価格の大幅な上昇が働いていたことは間違いない。金利が低下し、住宅価格が大きく上昇した結果、低い金利で借換えすると月額の元利返済額を減少させることができた。この場合、多くの日本人なら繰り上げ返済などにより残存借入金額の削減、あるいは借入期間の短縮をるところだ。

ところが少なからぬアメリカ人は、月々の元利返済額をほぼ同額にしたまま（あるいは住宅資産価値の増加の分、借り増して）、ホームエクイティローンなど資金使途の制約がない住宅担保ローンに乗り換えた。それにより得られたキャッシュ（＝追加的に引き出されたローン）は消費に当てられた。この結果、住宅価格の上昇が個人消費を増加させる資産効果は劇的となり、2002年以降の景気回復と好況を支えた。

家計の消費、所得、債務の関係は、食事によるカロリー摂取と運動によるカロリー消費のバランスと体重に喩えることができる。過剰摂取（消費過剰）で月に3%ずつ体重（債務）が増加すれば、体重70キロの人間は5年で体重は5.9倍の413キロになる。そんなことが持続するはずがない。

## 「いつまでもデブと思うなよ！」ダイエット・モードに入った米国

ところが、資産効果のメカニズムが 2007 年以降、住宅価格の下落で逆回転し始め、かなり急速な調整プロセスが進んでいる。それは米国の家計の貯蓄率が上昇していることに顕著に現われている。

図表 1 は米国の個人可処分所得と個人消費の前月比の変化（%）、並びに個人貯蓄率の推移を示したものだ。今年の 5 月～6 月に個人可処分所得の伸び率（青線）が跳ね上がっているのは、景気対策として行われた約 1000 億ドルの税金の還付によるものだ。ところが家計が消費（赤線）に回したのは還付金の 20～25%に過ぎず、残りは貯蓄（含む借入返済）に回った。その結果、貯蓄率（緑線）が跳ね上がった。

しかも注目すべきことは、貯蓄率の上昇（＝消費性向の低下）は税金還付による一過性のものではなく、その後も持続するトレンドになり始めていることだ。つまり、米国の家計は所得の伸びより消費の伸びを下げることで、本格的なダイエット・モードに入ったように見える。

この変化は輸出・輸入のマクロ統計にも現れている。GDP 統計（実質値）で見ると、輸出と輸入の差額としての純輸出は、2006 年に 6,157 億ドルのマイナス（輸入超過）だった。ところが 2007 年にはマイナス幅は 5,465 億ドル（前年比 11.2%減少）となり、更に 08 年の第 3 四半期には年換算 3,523 億ドルまでマイナス幅が縮小した。

2006 年までの純輸出の赤字の拡大は、実質 GDP 成長率の寄与度でマイナス要因だった。反対に純輸出の赤字の縮小は成長率にプラスの寄与度となる。今年の第 3 四半期の実質 GDP 伸び率は前年同期比で +0.7%（前期比年率では -0.5%）の低成長となったが、純輸出の赤字幅縮小による成長率の寄与度は +1.4%にも及ぶ。つまり、純輸出の赤字縮小がなければ前年同期比でもマイナス成長になったところを、米国経済は純輸出のおかげで底支えされているのだ。

## 見直しを迫られるアリ型経済戦略

これはまるで国内で生産するより少なく消費し、残りを輸出しているアリ型経済の日本や中国のお株をギリギリに取られたような事態である。実体経済に注目すると、世界経済が今直面している問題は、米国という巨大なギリギリが消費を減らし、貯蓄を増やし始めたことによって、世界の内需が縮小し始めたことにあるといえる。

米国の内需縮小によって世界経済が大きく失速しないためには、日本や中国などの貿易黒字国で民間内需拡大主導の経済成長に転換することが必要だ。ところが、日本でも中国でも「内需拡大」のスローガンが掲げられ久しいが、一向にその転換が進まない。このままだと必要なマクロ経済調整に最も遅れるのは、米国ではなく中国や日本なる可能性もあるのだ。（なぜ日本で個人消費など内需主導の成長が十分に実現できないのかについては、手短かに議論するのは難しいが、「ニュースを斬る」2008 年 8 月 20 日「賃金抑制はもう限界、大企業の内部留保で日本経済が肺炎になる」ご参照）

## 投資に目覚める日本の個人投資家？

しかし、悪いことばかりではない。「貯蓄から消費へ」の動きはなかなか進まないが、「貯蓄から投資へ」の面では日本で期待できる兆候が見られる。外人投資家（非居住者）の株価の投げ売りで日本でも株価が暴落し、「米国株以上に下がっている」「外人投資家は日本の株式市場の売買高の6割も占めているから、日本勢は抗しようがない」などと悲観論が流布している。

ところが、なぜ彼らが売っているかと言えば、巨額損失発生で解約を迫られたヘッジファンドなどが割安・割高などの投資尺度を投げ捨てて換金売りに殺到したのである。また、投資リターンの帰趨を決する上で「売買高のシェア」などは関係がない。問題は大局的な割安圏でどれだけ買い越せるか、それを次の割高・高騰局面でどれほど売り越せるかにかかっている。その意味では、ヘッジファンドなどの投げ売りは、日本の投資家に千載一遇の買い場を提供してくれているのであり、敵失に感謝してもいいくらいだ。

どうやらそう感じているのは私だけではないらしい。株式の世界的暴落となった9月～10月の2ヶ月間に海外投資家は2.5兆円も日本株を売り越したが、日本の投資家は1.4兆円の海外株の買い越しに動いた（データ：財務省、対外対内証券投資）。

国内株でも興味深い変化が見られる。図表2は、日本の個人投資家、法人（含む金融機関）、外人の主体別日本株（東証一部）の月間の売り越し・買い越し額である。これを見ると、2006年～07年と株価がまだ高かった2年間で外人投資家は総額10兆円規模（月間4000億円規模）の買い越しに動いた一方で、今年は3月（1.3兆円）、9月～10月（1.5兆円）と暴落相場の中で大きく売り越しに転じている。一方、日本の個人投資家は06年～07年に総額7.6兆円規模（月間3000億円規模）の売り越しに動いたが、9月～10月の暴落相場で1.2兆円の買い越しに動いた。日本の法人部門全体も10月は1.5兆円近い買い越しとなった。

### 小金持ちおやじの双肩にかかる日本における「バフェット効果」

この対照的な売買動向が損益的に何を意味するかは説明するまでもないだろう。これが、株価高騰に惑わされず、急落に動揺しないしたたかな個人投資家が少しずつでも増えてきている兆しならば、「投資後進国」日本も捨てたもんじゃない。なにしろ日本にはウォーレン・バフェットのようなスーパー巨人投資家はいないのだ。幾万の小金持ちおやじ、小金持ちおばさんが束になって「バフェット効果」を発揮するしかない。

欧米投資家は2003年春、りそな銀行の国有化が決まり、日本の不良債権危機が終わったと判断するや、既に安値感の強かった日本株の大規模な買い越しに動き始め、その買いは株価を大いに押し上げた。06年11月に雑誌Economistは外国投資家に比べて国内株式投資のウエイトを上げようとする日本投資家について、大手外資系の株式ストラテジストの次のような皮肉な発言を引用した。「日本人が国内株を買わない傾向が長引けば長引くほど、いずれ買い取る必然性は増す。そして、彼等が国内株を買う時には、皆が皆一斉にそうするだろう」要するに日本人投資家が大きく買い出動した時が売り抜くチャンスであり、それまで株は上がり続けると外資系ストラテジストは傲慢にも言い放ったのである。

彼らの投げ売りで世界の株価が暴落している今、私達は言い返してやろうではないか。「どこが相場の底かって？連中が売り切った時が底だよ。だから今こそ買うんだ。」 以上